

Русский язык

За Великой Китайской стеной.

Быть или не быть международным IPO на Шанхайской фондовой бирже.

Новиков Алексей Сергеевич
Аспирант кафедры Фондовые Рынки
Академия Бюджета и Казначейства МФ РФ

Китай имеет огромные пулы капитала, многим крупным международным компаниям идея получения доступа к китайскому капиталу привлекательна, однако в котировальных списках фондовых бирж континентального Китая не представлен ни один иностранный эмитент. В статье рассматривается Шанхайская фондовая биржа как потенциальный рынок привлечения капитала. Рассматриваются препятствия, мешающие иностранным компаниям проводить листинг в континентальном Китае, а так же некоторые аспекты законодательства КНР, которые будут применяться к возможной эмиссии ценных бумаг иностранных компаний в будущем.

Ключевые слова: фондовые рынки, КНР, листинг.

English

Beyond the Great Chinese Wall.

Is it possible to make international initial public offering on Shanghai Stock Exchange

Novikov Aleksey
Academy of Budget and Treasury of
Russian Federation Ministry of Finance
stock exchange department postgraduate student

China has large pools of capital, and it is very interesting for international companies to raise capital in China. However, there are no any non-Chinese companies listed in mainland China stock exchanges. In this article author considers Shanghai Stock Exchange as potential market for rising capital and examines international listing in Chine barriers and certain aspect of People's Republic China securities law, as a potential regulation for international listing in mainland China.

Key words: securities market, People's Republic of China, listing

За Великой Китайской стеной.

Быть или не быть международным IPO на Шанхайской фондовой бирже.

Новиков А.С.

Аспирант кафедры Фондовые Рынки
Академия Бюджета и Казначейства МФ РФ

В настоящее время фондовые площадки континентального Китая закрыты для акции иностранных эмитентов. При этом, существует множество планов по созданию в континентальном Китае международного финансового и фондового центра.

На роль международного финансового и фондового центра претендуют два китайских гиганта: Гонконг и Шанхай.

Шанхай является крупнейшим мировым портом с пропускной способностью более чем 580 миллионов тонн грузов. В Шанхае развит финансовый рынок, имеется сильная производственная база и возможности для развития инновационных технологий. Традиционно, Шанхаю отводят ведущую роль в развитии финансового сектора и промышленности КНР.

В начале 2009 года городские власти Шанхая объявили о том, что планируют обогнать Гонконг и стать ведущим банковским и финансовым центром в КНР.

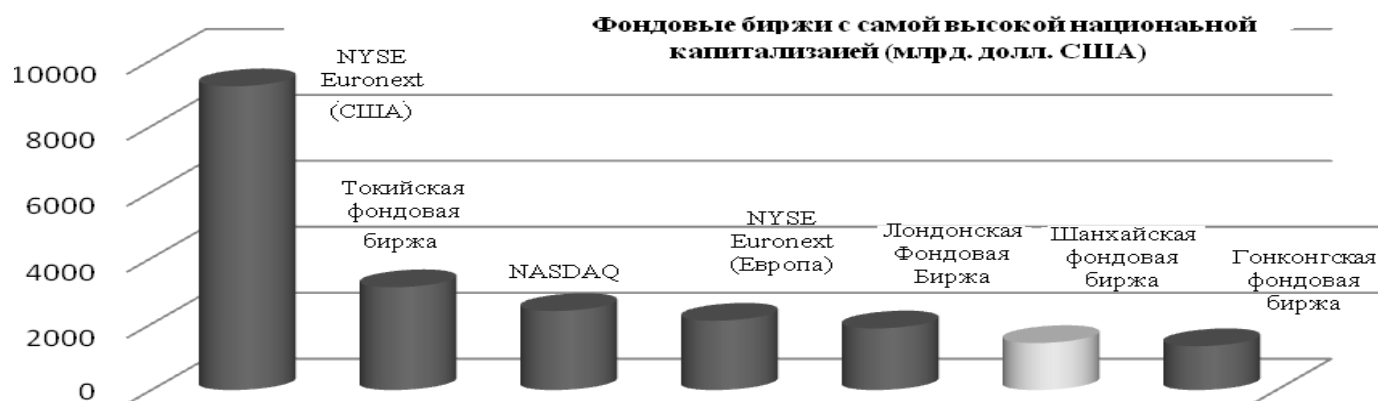
В 2009 году Государственный совет КНР одобрил разработку программы по включению акций и депозитарных расписок иностранных компаний в котировальные списки Шанхайской фондовой биржи. Это решение принято в рамках осуществления программы развития города и превращения его в международный финансовый центр к 2020 году.

Шанхайская фондовая биржа основана 26 ноября 1990 года, первые торги на ней прошли 19 декабря того же года. Биржа непосредственно управляется Комиссией по ценным бумагам КНР (CSRC).

После нескольких лет работы, Шанхайская фондовая биржа стала ведущей биржевой площадкой континентального Китая. По количеству компаний, прошедших листинг, по количеству ценных бумаг включенных в котировальные списки, а также по величине объема торгов и обороту ценных бумаг, Шанхайская фондовая биржа опередила все остальные биржи континентального Китая.

В 2008 году, по уровню национальной капитализации¹ (рис. №1) и по объемам инвестиционных потоков (табл. №1), Шанхайская фондовая биржа вошла в десятку крупнейших бирж мира.

Рис.№1.



¹ World Federation of Exchanges <http://www.world-exchanges.org/>

Несмотря на то, что фондовый рынок континентального Китая является закрытым для международного сообщества, мировой финансовый кризис значительно повлиял на деятельность биржи. Объёмы торгов акциями уменьшилось на 35%, уменьшение уровня капитализации составило почти 65%².

К концу 2009 года, количество членов биржи составляло 114 членов, а число компаний, включённых в котировальные списки – 570.

Крупнейшие биржи по потокам капиталов 2008 год.

Табл.№1

Наименование биржи	млрд. \$ США	Наименование биржи	млрд. \$ США
NYSE Euronext (США)	280	Bombay Stock Exchange	41
NYSE Euronext (Европа)	196	BME Spanish Exchanges	32
Лондонская Фондовая Биржа	132	Shanghai Stock Exchange	32
Гонгская фондовая биржа	55	BM&FBOVESPA	26
Австралийская биржа ценных бумаг	52	National Stock Exchange of India	23

К концу 2007 года на Шанхайской фондовой бирже насчитывалось более 71,5 миллионов инвесторов³ (Рис.№2), количество компаний, прошедших листинг, составляло 860 (Рис. №3). Общая рыночная капитализация Шанхайской фондовой биржи в 2007 г. составляла 26.98 триллионов юаней. В 2007 году финансовые средства, привлечённые на Шанхайской фондовой бирже, оцениваются в 661,6 миллиардов юаней.

Рис.№2

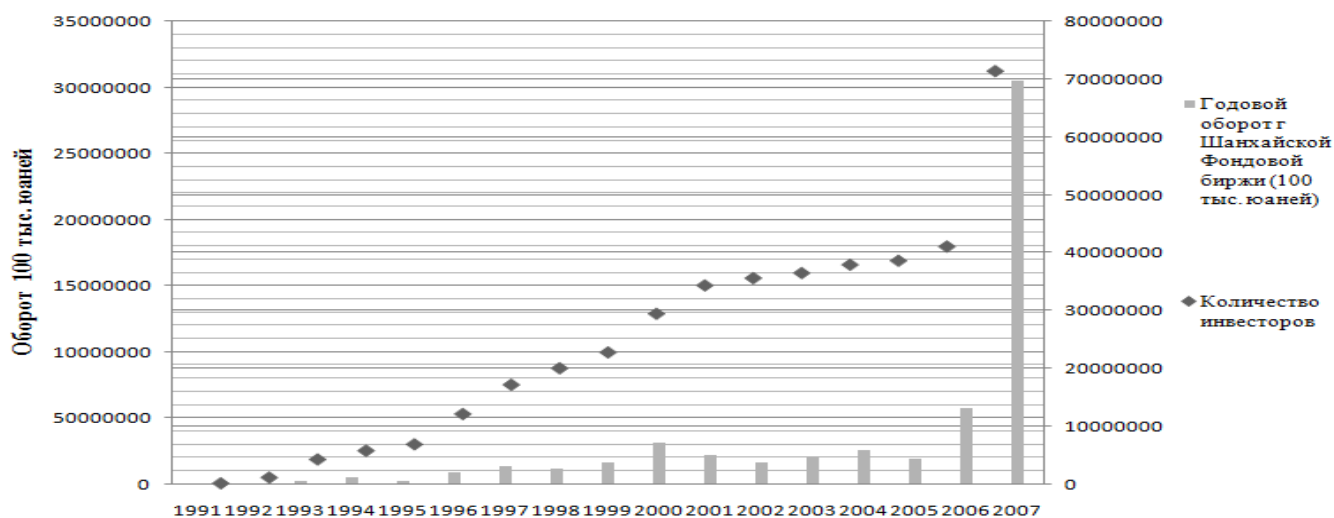
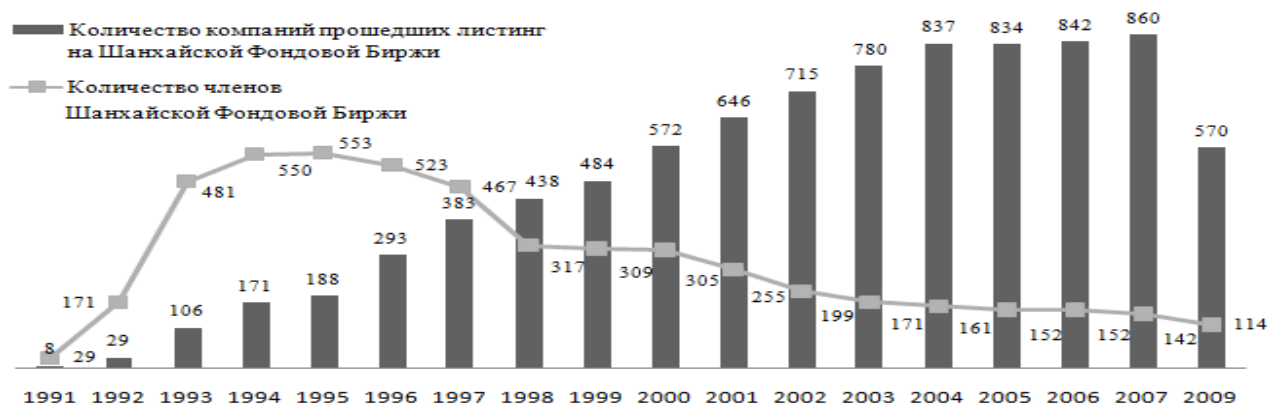


Рис.№3



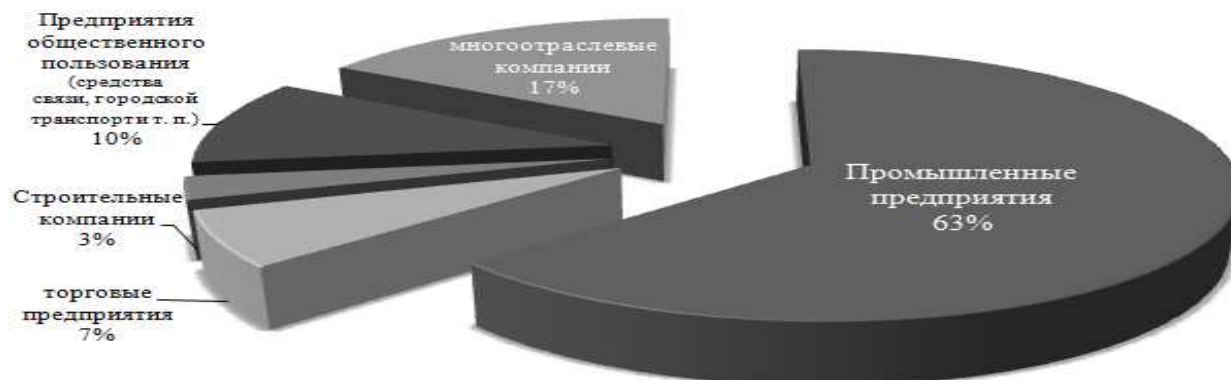
² World Federation of Exchanges <http://www.world-exchanges.org/>

³ Официальный сайт Шанхайской фондовой биржи <http://www.sse.com.cn/>

На бирже котируются преимущественно компании ключевых секторов китайской промышленности и компании инфраструктуры (Рис №4). Включение этих компаний в котировальные списки биржи способствовало повышению эффективности их работы.

Процентное соотношение компаний различных отраслей экономики включённых в котировальные списки Шанхайской Фондовой Биржи в 2007 году.

Рис.4.



Шанхайская фондовая биржа активно лоббирует идею допуска иностранных компаний в котировальные списки фондовых бирж континентального Китая⁴. Уже сейчас существует множество планов по допуску акций и депозитарных расписок иностранных компаний на Шанхайскую фондовую биржу.

По заявлению информационного агентства *China Briefing*, первой компанией, которая выйдет на Шанхайскую фондовую биржу станет британский банк HSBC. Банк HSBC планирует привлечь US \$ 7,3 млрд. Средства, привлечённые на Шанхайской фондовой бирже, банк направит на развитие своего бизнеса в континентальном Китае.

Помимо банка HSBC, другие компании, среди которых банк Hang Seng, Bank of East Asia, Development Bank of Singapore, строительные компании Гонконга и сырьевые компании Австралии и Бразилии, General Electric, а также NYSE Euronext Inc, имеющая поддержку биржевых и финансовых регуляторов Китая, публично выразили заинтересованность в листинге на Шанхайской фондовой бирже.

Крупные международные компании с надёжной деловой репутацией и высокой степенью узнаваемости бренда в Китае возможно также станут претендовать на включение в котировальные списки бирж континентального Китая.

Иностранными компаниями, имеющими возможность первыми выйти на фондовые рынки КНР, станут компании - резиденты тех стран, которые географически и культурно близки к Китаю. Это компании из Японии, Южной Кореи и Сингапура.

ОАО «Газпром» - первая из российских компаний выразила намерение котироваться на Шанхайской фондовой бирже. «Если Китай примет решение об открытии Шанхайской фондовой биржи для иностранных компаний, Газпром свое намерение котироваться на китайском фондовом

⁴ Официальная газета Комиссии по ценным бумагам КНР *SecuritiesTimes reports*

рынке будет готов реализовать», - заявил 17 ноября 2007 года заместитель председателя Правления российской газовой монополии Александр Медведев.

Китайский фондовый рынок весьма специфичен из-за сложной системы ограничений на покупку акций. При этом, спрос на бумаги эмитентов, котирующихся на китайских фондовых биржах всегда высок не только среди профессиональных трейдеров, но и среди простых граждан Китая. Помимо административных и юридических препятствий на размещение иностранных ценных бумаг, частичная конвертация юаня является фактором, ограничивающим выход иностранных эмитентов на китайские фондовые площадки. В случае прохождения иностранной компанией листинга на биржах континентального Китая, эмитенту будет достаточно сложно вывести деньги за пределы КНР.

Очевидно, что наиболее логичным в настоящее время является привлечение финансов на китайских фондовых биржах для развития бизнеса в пределах Китая.

Создание международной фондовой биржи в континентальном Китае может подтолкнуть национальную валюту Китая к тому, что бы он стал одной из ведущих мировых валют.

Предпринятые руководством КНР шаги по либерализации экономики Китая, включая эксперимент по свободной конвертации юаня, в качестве валюты платежей по сделкам между соседними с Китаем странами, проложили путь в котировальные списки бирж континентального Китая иностранным компаниям⁵.

Включить акции иностранных компаний в котировальные списки фондовых бирж континентального Китая планировалось два года назад. Это предполагалось осуществить с целью оказания помощи фондовому рынку континентального Китая, который все еще находится в зачаточном состоянии.

Китайское правительство рассматривало возможность разрешить иностранным компаниям выпускать акции и депозитарные расписки, номинированные в юанях. Но, затем эти планы были отложены из-за опасений, что получение излишнего количества ценных бумаг, при недостаточной развитости законодательства Китая о рынке ценных бумаг и защите интересов инвесторов, может стать серьезной проблемой для китайского правительства и инвесторов.

Вероятность выхода в ближайшее время иностранных компаний на Шанхайскую фондовую биржу достаточно низкая. Властям Китая еще предстоит подробно проработать все возможные риски, связанные с включением в котировальные списки фондовых бирж ценных бумаг иностранных компаний и разработать необходимые методы контроля и методы оценки критериев листинга иностранных эмитентов.

Правил для проведения процедуры листинга и оценки иностранных компаний на китайских фондовых биржах пока не существует, но, очевидно, что при их разработке за основу будут приняты действующее законодательство о рынке ценных бумаг Китая, а также правила листинга, установленные на международных фондовых биржах. Вероятно, в первую очередь будет учтён опыт и правила листинга бирж Гонконга. Очевидно, что только при условии структурных

⁵ *Shanghai Institute of International Finance* <http://www.siif-edu.com/en/>.

изменений в политике Китая, Шанхайская фондовая биржа может перейти из разряда национальных фондовых бирж в разряд международных.

При этом, необходимо учитывать серьёзное сопротивление изменениям, которое будет оказываться китайскими политиками и государственными предприятиями.

О существовании сопротивления местных политических сил и государственных корпораций КНР, которые стараются поддержать статус-кво китайской финансовой системы, и гарантировано сохранить национальный капитал в Китае свидетельствует Филипп Лопез в своей статье *China: The Shanghai Stock Exchange's International Aspirations* в издании Stratfor⁶.

Правительство КНР держит свои финансовые рынки изолированными от глобальных потоков международного капитала и не позволяет иностранным компаниям проходить листинг на фондовых биржах континентального Китая. Такая позиция китайских политиков и предприятий понятна: одна из фундаментальных основ экономической системы Китая - механизм сбережения национального капитала. Китайское правительство опирается на огромные пулы национального капитала при финансировании инфраструктуры Китая и различных программ занятости населения. Эти финансовые пулы пополняются как на китайском фондовом рынке, так и, в большей степени, за счёт сберегательных счетов граждан Китая. Как известно, рядовые китайцы переводят самый большой в мире процент доходов в сбережения.

Нежелание китайского руководства допускать на фондовые биржи страны иностранных эмитентов связано так же с тем, что иностранные компании гораздо более конкурентоспособны и прибыльны и, соответственно, при вхождении в котировальные списки китайских бирж будут отвлекать капитал из государственных предприятий Китая и китайской финансовой системы.

Даже если китайские власти обеспечат открытость национальных фондовых площадок для иностранных компаний, проблема преобразования Шанхайской фондовой биржи в центр международного рынка капитала усложнится из-за отсутствия правил листинга для иностранных компаний. Очевидно, что обеспечение запуска международной фондовой биржи в Китае возможно только при условии принятия специальных правил для включения акций иностранных компаний в котировальные списки китайских фондовых бирж.

Для решения этого вопроса Шанхайская фондовая биржа создала специальную комиссию из специалистов по фондовому рынку и юристов. В задачу комиссии входит подготовка проекта правил для иностранных компаний, которым предстоит пройти листинг на Шанхайской фондовой бирже⁷.

Однако, разработка эффективных правил листинга для иностранных компаний возможна только при участии представителей государственных органов: Комиссии по ценным бумагам КНР, Национальной комиссии по экономическому развитию и реформам КНР, Государственного Управления по работе с иностранным биржами, Народного банка Китая. Министерства финансов КНР и Министерства торговли КНР. Эти учреждения, сотрудничая друг с другом в прошлом,

⁶ <http://www.stratfor.com/> 20 сентября 2009

⁷ Интернет издание Stratfor

имели различные труднопреодолимые проблемы. В связи с этим, можно прогнозировать, что процесс интернационализации фондовых рынков Китая будет крайне сложным.

Тем не менее, для многих крупных международных компаний идея получения доступа к большим пулам китайских сбережений является по-прежнему привлекательной.

Появление международной фондовой биржи в континентальном Китае нельзя признать делом завтрашнего дня, однако уже сейчас будет полезным рассмотреть некоторые правовые аспекты законодательства КНР о рынке ценных бумаг. Ниже подробно рассмотрены некоторые аспекты Закона КНР о Ценных бумагах от 29 декабря 1998 года. (Далее – Закон).

Целью Закона является регулирование выпуска и обращения ценных бумаг, защита законных прав и обязанностей инвесторов на территории КНР. В Законе особо подчёркивается, что он призван обеспечить защиту экономического строя КНР и интересов народа Китая, развитие и рост рыночной экономики социалистического типа. Закон применяется при выпуске и обращении любых ценных бумаг, включая производные.

В тех случаях, когда положения Закона не применимы, должны применяться положения Закона о корпорациях КНР и другие соответствующие законы и административно-правовые акты. В случае если существуют какие-либо специальные положения, то эти положения имеют преимущественную перед Законом силу.

Закон устанавливает принцип равенства сторон, участвующих в любом выпуске или сделке с ценными бумагами. Стороны имеют равный правовой статус и их отношения должны основываться на принципах добровольности, добросовестности и взаимной выгоды.

Все операции с ценными бумагами на фондовом рынке регулируются специальным органом при Государственном Совете КНР с единым централизованным наблюдением и управлением.

Все эмитенты, публично выпускающие ценные бумаги должны пройти проверку на соответствие требованиям закона. Проверку осуществляет специальный орган при Государственном Совете КНР. Без этой указанной процедуры, ценные бумаги не могут публично предлагаться и торговаться на фондовых рынках КНР.

Согласно норме закона, публичным считается выпуск ценных бумаг при соблюдении следующих условий: (i) ценные бумаги выпуска представляют собой ничем не обусловленные ценные бумаги; (ii) совокупный объём выпуска ценных бумаг составляет более чем 200 штук; (iii) любой выпуск, произведённый в соответствии с законами или административно-правовыми актами, в которых такой выпуск определяется как публичный.

Законом установлено, что любые ценные бумаги, выпуск которых отличается от публичного выпуска, не могут публично рекламироваться, публично выпускаться, предлагаться или котироваться как в явной, так и в скрытой форме.

В статье 12 Закона определены документы, которые эмитент должен подавать в регулирующий орган рынка ценных бумаг при Государственном Совете КНР для получения разрешения на публичный выпуск акций. Перечень этих документов приведён ниже:

(i) Устав компании; (ii) Соглашение с лицом или группой лиц, которые будут заниматься рекламой ценных бумаг (Соглашение с промоутером). В Соглашении должно быть указаны количество и категория акций, составляющих капитал компании, а также сертификат подтверждающий проверку капитала; (iii) Проспект эмиссии; (iv) Документ, содержащий наименование и адрес банка, который выступает в качестве получателя средств от эмиссии ценных бумаг и в котором открыт именной счет компании; (v) Соглашение с андеррайтером ; (vi) Рекомендательное письмо, в котором уполномоченные органы рекомендуют компании пройти листинг.

В Законе определены требования к национальным компаниям, проходящим IPO⁸ в Китае. Компания должна иметь: (i) Полную и хорошую управляемость; (ii) Надлежащее финансовое положение и возможность получения прибыли в обозримом будущем; (iii) Финансовую отчетность за последние 3 года без искажений и каких-либо других крупных нарушений.

Статья 15 Закона предписывает процедуру использования финансовых средств, полученных от публичного выпуска акций. Эти средства должны быть использованы в соответствии с Указом Государственного совета КНР.

Средства, вырученные при публичном выпуске акций, должны быть использованы в соответствии с целью, указанной в Проспекте эмиссии. Любые изменения в использовании средств, предусмотренные в Проспекте эмиссии, должны быть рассмотрены и утверждены на общем собрании акционеров.

Статья 20 Закона содержит требования, в соответствии с которыми, документы, прилагаемые к заявке на листинг ценных бумаг, должны содержать подлинную, точную и относящуюся к эмитенту информацию. Достоверность информации должна гарантироваться биржей.

Согласно статье 23 Закона, регулирующий орган по ценным бумагам при Государственном совете КНР должен рассмотреть и утвердить заявку на выпуск ценных бумаг с учетом нормативных требований. Сами процедуры рассмотрения и утверждения так же подлежат контролю в соответствии с Законом. Сотрудники, участвующие в рассмотрении и проверке, не могут иметь какие либо прямые или косвенные отношения с эмитентом, в том числе быть акционерами эмитента.

Статья 28 Закона содержит норму, в соответствии с которой эмитент обязан заключить договор андеррайтинга ценных бумаг. В договоре указывается форма распространения ценных бумаг андеррайтером: "продажи по доверенности" или "исключительное право продажи".

Термин "продажи по доверенности" относится к форме андеррайтинга, при которой компания - андеррайтер продает ценные бумаги в качестве уполномоченного лица эмитента, При завершении периода андеррайтинга, все непроданные ценные бумаги возвращаются эмитенту.

Термин "исключительное право продажи" относится к форме андеррайтинга, при которой компания - андеррайтер приобретает все ценные бумаги эмитента. В случае, если после периода андеррайтинга, ценные бумаги остаются у андеррайтера, то он их выкупает самостоятельно.

⁸ Первичное публичное предложение ценных бумаг.

Список литературы:

1. Plans to Allow Foreign Companies to List in Shanghai Stock Exchange Underway 14 мая 2009 источник China Briefing <http://www.china-briefing.com/>
2. Филипп Лопез China: The Shanghai Stock Exchange's International Aspirations 20 сентября, 2009 источник Stratfor <http://www.stratfor.com/>
3. Официальный сайт Международной Федерации Бирж <http://www.world-exchanges.org/>
4. Мальком Мур Shanghai stock market opens to foreign firms 1 мая 2009 года
5. Foreign firms, it's over to yuan 6 сентября 2007 года источник China Daily <http://www.chinadaily.com.cn/>
6. Зоху Янг Shanghai float unlikely for foreign firms. China Daily 8 июня 2009 <http://www.chinadaily.com.cn/>
7. Закон Китайской Народной Республики о Ценных Бумагах от 29 декабря 1998 года утверждённый приказом № 12 председателем КНР Цзян Цзэминем <http://www.law-bridge.net/english/>
8. Михаил Краснов «Роснефть» отдаст часть себя Китаю 23 марта 2006 года.
9. Газпром выразил намерение котироваться на Шанхайской фондовой бирже www.k2kapital.com 17 ноября 2007
10. "Газпром" поднимет капитализацию в Шанхае Вести.Ru 14 ноября 2007 года.
11. Официальные материалы сайта Шанхайской Фондовой биржи <http://www.sse.com.cn/>